



НАРОДНА БАНКА СРБИЈЕ

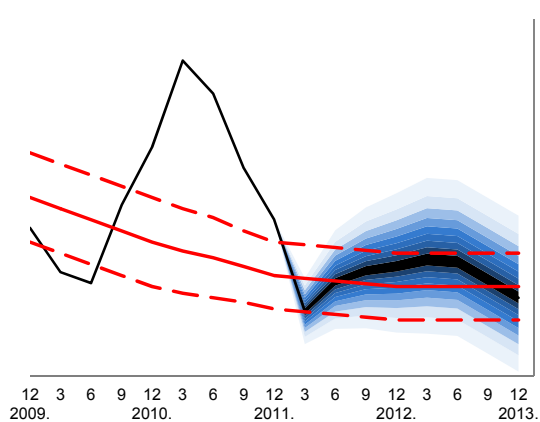
Говор вицегувернера Бојана Марковића на
презентацији Извештаја о инфлацији
за фебруар 2012. године

Београд, 13. фебруар 2012.

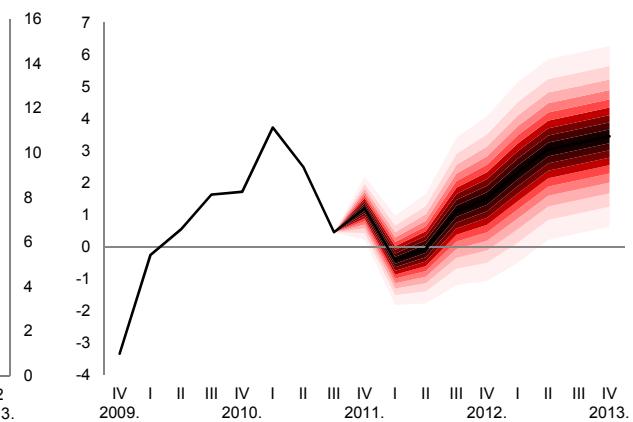
Даме и господо, поштовани представници медија и колеге економисти,

Инфлација је наставила пад и у децембру прошле године је износила 7,0%. Њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља изврстан је већ у текућем тромесечју, чиме се потврђују наше пројекције из прошлогодишњих извештаја о инфлацији. Бруто домаћи производ је у четвртном тромесечју 2011. био у благом порасту, али је, с обзиром на рецесионе тенденције у зони евра, вероватно његово успоравање у текућој, 2012. години на око 0,5%. Реагујући на пад инфлаторних притисака на средњи рок, Народна банка Србије је у протеклих девет месеци снизила референтну каматну стопу за укупно 300 базних поена, на 9,5%, колико она тренутно износи. Њено даље кретање зависиће од фактора инфлације, а поготово ризика повезаних с кретањима у међународном окружењу и карактером фискалне политике у земљи.

Графикон 1. **Пројектована инфлација**
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 2. **Пројекција раста бруто домаћег производа**
(међугодишње стопе, у %)



У данашњој презентацији детаљније ћемо вам представити наше виђење макроекономских кретања у претходном периоду, као и наша очекивања за наредни период.

* * *

Криза јавног дуга у појединим чланицама зоне евра показује знаке смиривања. Ипак, у ишчекивању системског решења које би улило поверење инвеститорима и зауставило ширење кризе на друге чланице зоне, финансијска тржишта су и даље волатилна, што прети да одложи опоравак привреде зоне евра и успори раст на глобалном нивоу.

У оваквој атмосфери, на светском тржишту је дошло до даљег умереног пада цена већине примарних производа. Изузетак су цене нафте и осталих енергената, које су у четвртном тромесечју биле у благом порасту, пре свега због политичких тензија у Персијском заливу.

Индикатори кретања економске активности указују на пад бруто домаћег производа у зони евра у четвртном тромесечју 2011, а према најновијим прогнозама, таква тенденција ће се наставити и у 2012. години. Прогнозе привредног раста земаља у региону, које су наши важни спољнотрговински партнери, такође су ревидиране наниже.

Овакав развој ситуације узроковао је даљи раст премије ризика Србије у четвртном тромесечју 2011. године. И мада је од почетка 2012. године дошло до њеног благог пада, премија ризика,

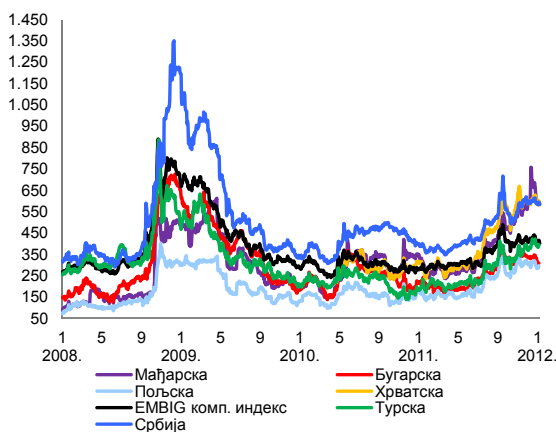
мерено индексом ЕМБИ, у односу на средину претходне године тренутно је виша за око 160 базних поена. Као резултат оваквих кретања, динар је крајем јануара био за око 5% слабији према еврџу него крајем трећег тромесечја прошле године. Ипак, у поређењу са земљама у окружењу са истим режимом девизног курса, његово кретање је у последњој години дана стабилније, што показује да је финансијска отпорност Србије на екстерне шокове већа него што је то био случај у претходним годинама.

Повећана волатилност на девизном тржишту последњих дана није праћена падом ликвидности. Напротив, просечан промет на међубанкарском девизном тржишту протеклих дана износио је око 130 милиона евра дневно, што показује да девизно тржиште несметано функционише.

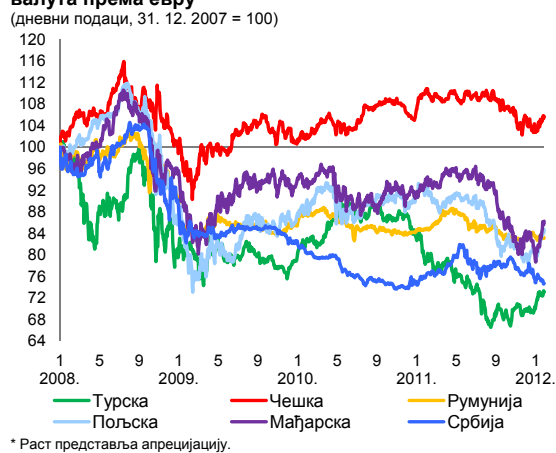
Народна банка остаје доследна у намери да на девизном тржишту интервенише у случају прекомерних дневних осцилација девизног курса и ниског промета. Интервенција Народне банке у правцу одбране нивоа девизног курса би заправо омогућила онима који лоше управљају девизном ликвидношћу и инвеститорима краткорочне оријентације који одлазе из земље да девизе купе јефтиније него што би их иначе купили, а да се за то троше средства девизних резерви Србије. Тиме би се стимулисали високо ризични инвеститори краткорочне оријентације и угрозила инхерентна стабилност српског финансијског тржишта, што је супротно циљевима Народне банке и што би дестимулисало инвеститоре дугорочне оријентације.

Понављам, међутим, да ће Народна банка учинити све што је неопходно да спречи прекомерне краткорочне осцилације и обезбеди стабилност девизног тржишта у Србији. Девизне резерве од 11,6 милијарди евра су више него довољна гаранција способности за то.

Графикон 3. Показатељ премије ризика – ЕМБИ по земљама (дневни подаци, у базним поенима)



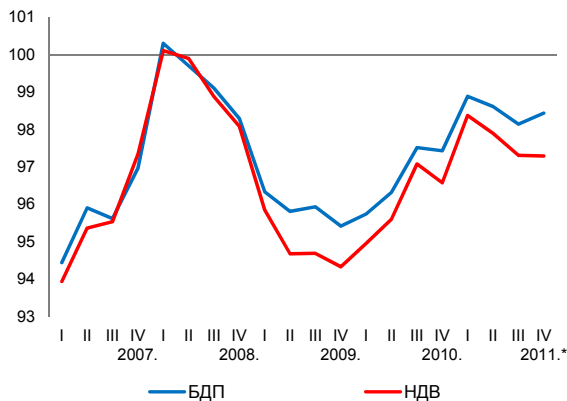
Графикон 4. Кретање курсава одређених националних валута према еврџу* (дневни подаци, 31. 12. 2007 = 100)



Јачању финансијске и макроекономске стабилности допринело би одржање републичког буџета за 2012. годину у раније договореним оквирима с Међународним монетарним фондом. То би представљало додатну гаранцију страним инвеститорима да се у Србији води одговорна и одржива макроекономска политика, што би утицало на пад ризика земље и трошкова задуживања.

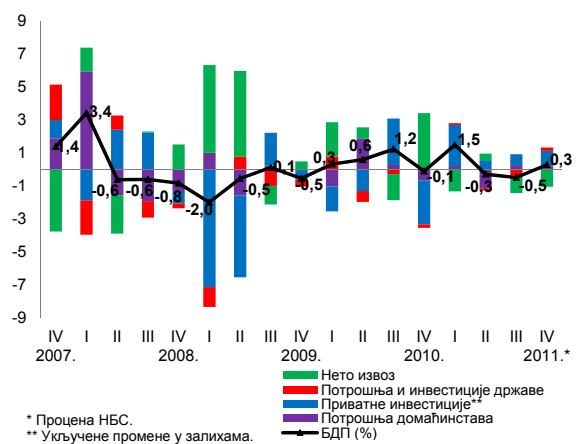
Неповољна кретања у међународном окружењу већ су имала одраза на српску привреду у последња три тромесечја, мада је крајем претходне године забележен њен благи раст. Према проценама, бруто домаћи производ Србије је у четвртном тромесечју 2011. био за 0,8% виши у односу на исти период претходне године, односно за 0,3% у односу на претходно тромесечје.

Графикон 5. **Кретање индикатора економске активности**
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



* Процена НБС.

Графикон 6. **Доприноси тромесечном расту БДП-а**
(у процентним поенима)

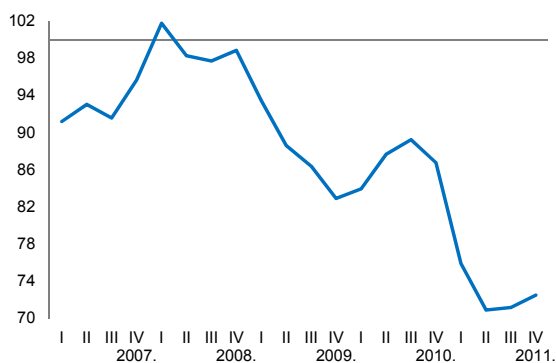


* Процена НБС.

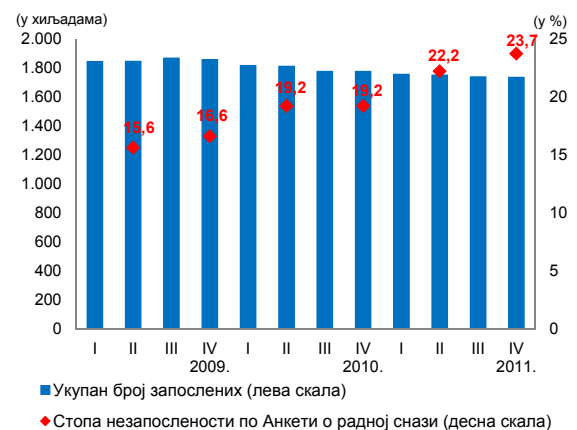
** Укључене промене у залихама.

Најзначајнији допринос дала је инвестициона активност, на шта пре свега указује висок раст увоза опреме у четвртном тромесечју. Финална потрошња је забележила скроман пораст, што је у складу с кретањем промета у трговини на мало, али је њен ниво и даље нижи него у претходним годинама. То је последица првенствено раста стопе незапослености у последње три године, која је према последњој Анкети о радној снази у новембру прошле године износила 23,7%.

Графикон 7. **Кретање трговине на мало**
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)



Графикон 8. **Запосленост и стопа незапослености**



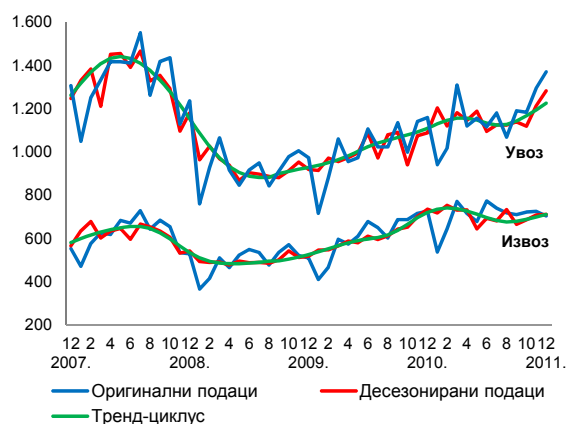
■ Укупан број запослених (лева скала)

◆ Стопа незапослености по Анкети о радној снази (десна скала)

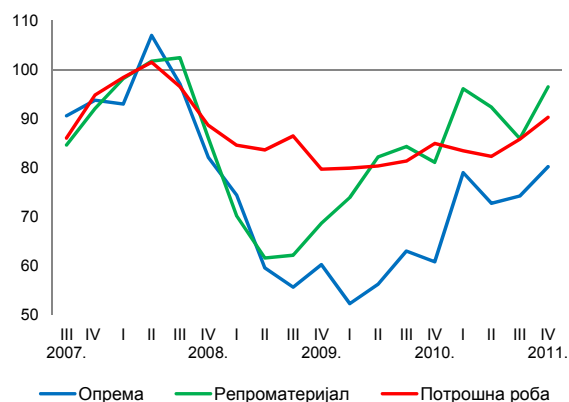
Спољнотрговинска размена је крајем прошле године расла, мада уз бржи раст увоза од извоза. Међутим, охрабрује то што је раст увоза опреме и репроматеријала био бржи од раста увоза потрошних добара. Управо је висок раст увоза опреме и репроматеријала у четвртном тромесечју био разлог што је у прошлој години дефицит текућег платног биланса, који је износио 9,1% бруто домаћег производа, био виши од очекиваног. Расту извоза у четвртном

тримесечју највише су допринели индустријско-прехрамбени и хемијски производи, док је извоз пољопривредних производа био у паду, пре свега због ниског речног водостаја.

Графикон 9. **Извоз и увоз робе**
(у млн EUR)

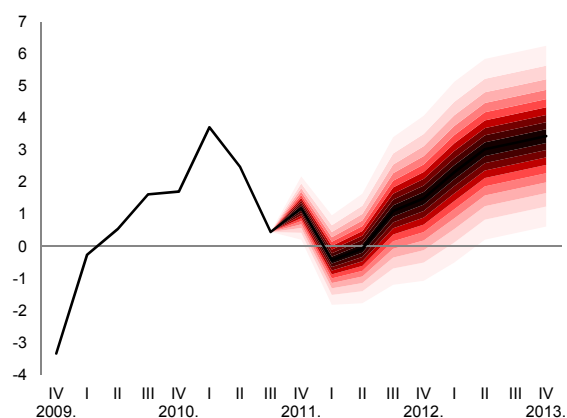


Графикон 10. **Кретање главних компоненти увоза**
(десезонирани подаци, П1 2008 = 100)

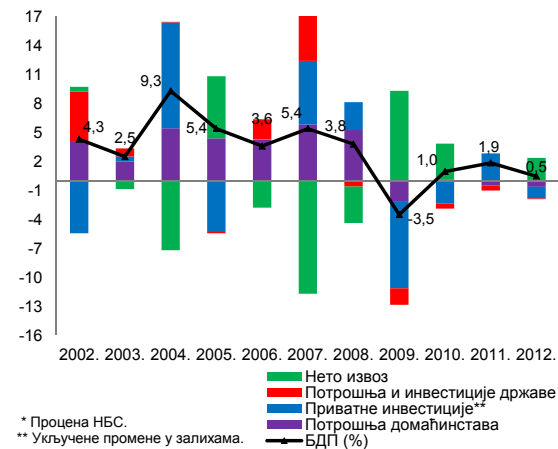


На нивоу целе 2011. године главни покретач раста бруто домаћег производа од 1,9% биле су приватне инвестиције. У исто време, лична потрошња је била у паду, док је допринос нето извоза био неутралан.

Графикон 11. **Пројекција раста бруто домаћег производа**
(међугодишње стопе, у %)



Графикон 12. **Доприноси годишњем расту БДП-а***
(у процентним поенима)



* Процена НБС.

** Укључене промене у залихама.

Погоршани изгледи раста наших главних спољнотрговинских партнера и одлазак приватног власника из Железаре Смедерево, условили су да Народна банка коригује наниже прогнозу раста бруто домаћег производа Србије за 2012. годину, са 1,5% на 0,5%.

Подсећамо да смо у претходном Извештају о инфлацији пројекцију раста бруто домаћег производа Србије базирали на претпоставци да ће економска активност у зони евра стагнирати у 2012. години, али је, због процене да постоји ризик рецесије у зони евра, приказана пројекција тада имала веће ризике наниже. Нова пројекција базира се на претпоставци рецесије, тј. пада економске активности у зони евра од 0,5%, с тим што овај пут процењујемо да су ризици одступања од ове прогнозе избалансирани.

Кретања у међународном окружењу одразиће се негативно пре свега на тражњу за нашим извозним производима и на прилив страних директних инвестиција.

И поред очекиваног пада извозне тражње, поједине већ реализоване и текуће инвестиције у извозним гранама, првенствено у аутомобилској индустрији, почеће да се одражавају на раст производње и извоза у току ове и наредне године. С друге стране, одлазак приватног власника из смедеревске железаре умањује перспективе извоза основних метала. На нивоу целе привреде ове године очекујемо скроман раст извоза, док се његов већи раст може очекивати тек са опоравком екстерне тражње.

С обзиром на високу стопу незапослености и скроман пројектовани привредни раст, и ове године очекујемо пад финалне потрошње. То ће, уз смањење инвестиционе тражње, резултирати и падом увоза.

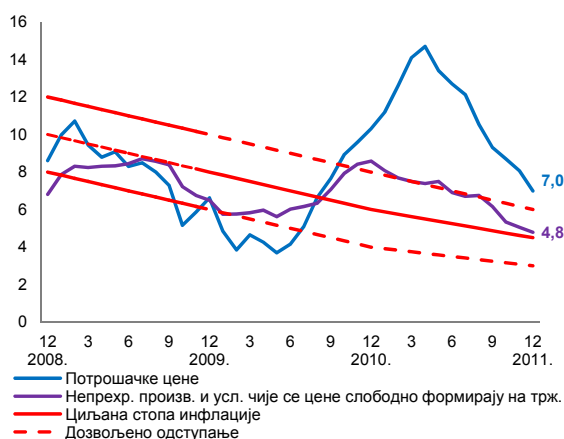
До видљивијег опоравка српске привреде могло би доћи тек у 2013. години, али ће то у великој мери зависити од динамике раста светске привреде.

И овог пута истичемо наш став да је од брзине привредног раста важнија његова одрживост, што подразумева наставак померања извора раста од домаће финалне потрошње ка нето извозу и инвестицијама, пре свега у извозне секторе.

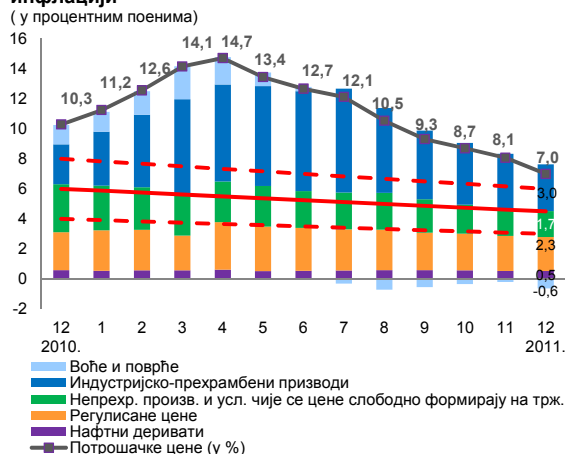
* * *

Међугодишња инфлација је и даље у паду, који траје још од маја претходне године. Пад инфлације у овом периоду био је пре свега резултат пада трошковних притисака на цене хране и ниске агрегатне тражње. Монетарна политика је, са своје стране, повећањем референтне стопе крајем 2010. и почетком 2011. године и зауздавањем раста инфлационих очекивања, утицала да се знатно умањи пренос поскупљења хране на остале цене.

Графикон 13. Кретање цена (међугодишње стопе, у %)



Графикон 14. Доприноси компоненти ИПЦ међугодишњој инфлацији (у процентним поенима)



У току четвртог тромесечја, потрошачке цене су порасле 0,6%, а њихов међугодишњи раст је пао са 9,3% у септембру на 7,0% у децембру.

Цене хране су и у том тромесечју кључно допринеле паду инфлације. Раст цена воћа и поврћа био је нижи од уобичајеног за ово доба године, док су цене индустријско-прехрамбених

производа пале, као резултат појевтињења сировина у њиховој производњи, попут пшенице и кукуруза.

Раст цена непрехрамбених производа и услуга које се слободно формирају на тржишту је такође био скромнији него у трећем тромесечју. Ова компонента индекса потрошачких цена, која је најперзистентнија и на коју монетарна политика има најснажнији утицај, се од увођења режима циљане инфлације практично кретала у границама дозвољеног одступања од циља.

Од регулисаних цена, једина значајнија поскупљења у четвртном тромесечју забележена су код природног гаса и грејања, али са скромним доприносом укупној инфлацији. И поред тога, због високог раста у првој половини године, у 2011. је премашен планирани оквир за раст регулисаних цена.

Даљи пад међугодишње инфлације, односно њен повратак у границе дозвољеног одступања од циља, изван је већ у текућем тромесечју, чиме се потврђују наше пројекције из прошлогодишњих извештаја о инфлацији. Очекујемо да ће се, уз повремене осцилације, инфлација у средњем року задржати у границама дозвољеног одступања од циља.

Уредба Владе Републике Србије о ограничењу трговачких маржи на 10% на поједине прехрамбене производе, довела је до њиховог појевтињења у јануару, али би с престанком важења уредбе у јулу могло доћи до враћања ових цена на виши ниво. Ипак, уколико у наредном периоду не дође до знатнијег поскупљења примарних пољопривредних производа, цене индустријско-прехрамбених производа ће у току ове године вероватно имати нешто спорији раст од цена непрехрамбених производа.

С друге стране, раст цена воћа и поврћа ће у 2012. години вероватно бити бржи од раста осталих цена. Наиме, како је у протеклој сезони пад ових цена био веома изражен, процењујемо да се оне тренутно налазе на ниском нивоу, па потенцијал за њихов раст постоји чак и у случају просечне пољопривредне сезоне. Очекујемо да би допринос цена воћа и поврћа расту инфлације требало да буде најизраженији у другом тромесечју, с доласком нове пољопривредне сезоне.

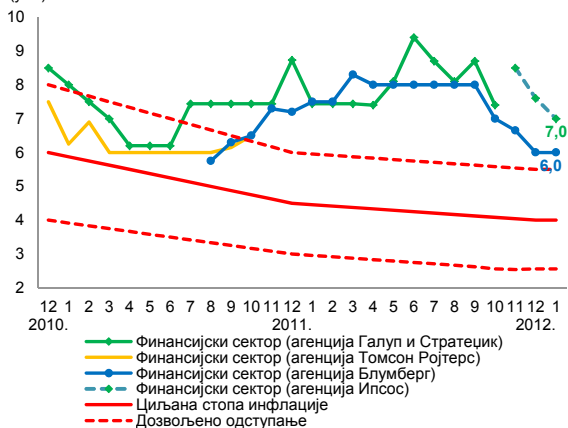
У наредним годинама раст регулисаних цена требало би да буде спорији него у претходним годинама, будући да су се оне приближиле економски одрживом нивоу. У току 2012, њихов раст ће вероватно бити скроман до формирања нових републичких и локалних власти, а израженији након тога, у другој половини године.

Раст увозних цена услед слабљења динара би могао изазвати одређене притиске на домаће цене. Процењујемо, међутим, да су реални маргинални трошкови нето увозника још увек релативно ниски и да ће они бити у позицији да највећи део раста увозних трошкова амортизују смањењем својих маржи.

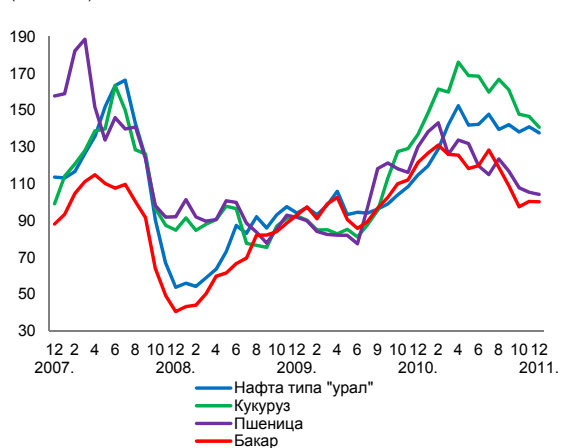
С обзиром на високу стопу незапослености и погоршане перспективе економског раста код нас и у међународном окружењу, дезинфлаторни притисци по основу ниске агрегатне тражње ће бити присутни и у наредном периоду.

Дезинфлаторно ће деловати и инфлациона очекивања. У четвртном тромесечју она су пала са 8,0% на 6,0%, а, с обзиром на даљи пад инфлаторних притисака, наставак силазне тенденције инфлационих очекивања је вероватан и у овој години.

Графикон 15. Очекивана и циљана инфлација за 12 месеци унапред (у %)



Графикон 16. Кретање светских цена примарних производа (2010=100)



Пад међугодишње инфлације биће изражен у првим месецима 2012, због „изласка“ високих поскупљења с почетка прошле године из њеног обрачуна, што ће већ у овом тромесечју резултирати њеним повратком у границе дозвољеног одступања од циља. Међугодишња инфлација ће бити на минимуму у марту или априлу, када би требало да се креће око доње границе дозвољеног одступања од циља. Међутим, долазак нове пољопривредне сезоне, већи раст регулисаних цена након избора и престанак важења уредбе о ограничавању трговачких маржи довешће до враћања инфлације ка циљу до трећег тромесечја 2012. По овим основама, међугодишња инфлација би у првом полугодишту 2013. могла привремено бити око горње границе дозвољеног одступања од циља, да би се након тога вратила ка циљу од $4 \pm 1,5\%$.

Кључни ризици приказане пројекције тичу се у највећој мери кретања у међународном окружењу и фискалне политике у земљи.

Перспективе економског раста Србије и притисци на инфлацију ће у великој мери зависити од развоја ситуације у зони евра, с обзиром на то да су њене чланице, уз земље у региону, наши главни спољнотрговински партнери. Брзина и начин разрешења кризе јавног дуга у појединим чланицама и кретање економске активности у зони евра би, поред тражње за нашим извозним производима, могли имати утицаја и на кретање премије ризика земље. Према последњим индикаторима, пад економске активности у зони евра би у текућој години могао бити блажи од претпостављених 0,5%, мада су одступања по овом основу могућа у оба смера.

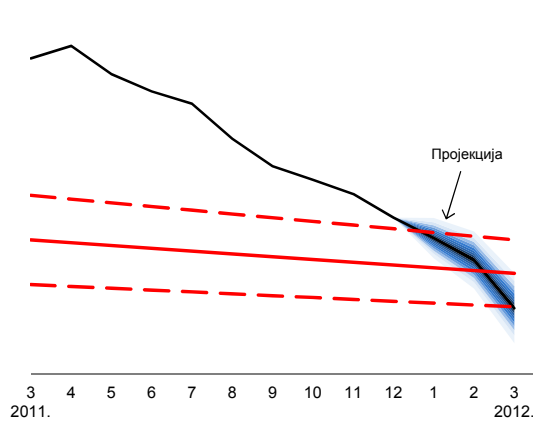
На перцепцију ризика земље ће у значајној мери утицати и фискална политика. Раст јавног дуга и знатније одступање буџета за 2012. годину од раније договорених оквира с ММФ-ом могли би имати инфлаторне последице кроз раст премије ризика, депрецијацијске притиске и раст тражње, што би оставило мање простора за блажу монетарну политику.

* * *

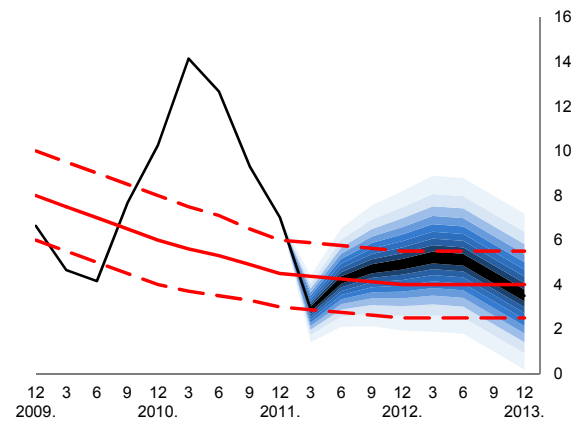
Народна банка је, реагујући на пад инфлаторних притисака, у последњих девет месеци снизила референтну каматну стопу за укупно 300 базних поена, на 9,5%, колико она тренутно износи. Референтна каматна стопа у фебруару задржана је на истом нивоу. Кретање референтне стопе у наредном периоду зависиће од материјализације фактора инфлације, а као највеће ризике и даље видимо кретања у међународном окружењу и фискалну политику у земљи.

Напомињемо да би пад инфлације на ниво око доње границе дозвољеног одступања од циља, до кога би могло доћи у појединим месецима првог полугодишта, био само привремен и, као такав, није разлог за реакцију монетарне политике. С обзиром на временски помак у деловању референтне стопе на инфлацију, монетарна политика не би требало да реагује на факторе с привременим дејством, већ на оне који делују на инфлацију на средњи рок.

Графикон 17. Краткорочна пројекција инфлације (међугодишње стопе, у %)



Графикон 18. Пројектована инфлација (међугодишње стопе, у %)



* * *

Даме и господо, недавни развој догађаја у појединим земљама у окружењу показује да су финансијска тржишта у садашњој ситуацији изузетно осетљива на свако нарушавање макроекономске и финансијске стабилности.

У том смислу, најбољи начин да Влада и централна банка допринесу побољшању привредног амбијента јесте да воде политику која обезбеђује дугорочну макроекономску стабилност. Таква политика подразумева одржив ниво јавног дуга, стабилност цена на средњи рок, као и стабилан и отпоран финансијски систем. Било какав покушај „стимулисања“ привреде на начин који није одржив могао би да угрози остварење наведених циљева, што би повећало ризик земље и трошкове задуживања, погоршало амбијент за пословање, и, у крајњем исходу, нанело штету истој оној привреди којој је требало да пружи помоћ.

Због тога ће Народна банка Србије и у наредном периоду деловати у правцу стабилизовања инфлације на ниском нивоу и одржавања здравог финансијског система, што, по нашем мишљењу, представља најбољи начин да се привреди помогне у постојећим околностима. Што буџетска кретања буду више у складу с раније договореним оквирима са ММФ-ом, то ће и остваривање ових циљева бити достижније уз блажу монетарну политику.